

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte von Unsicherheit über realwirtschaftliche Entwicklung und Pandemie geprägt*

Die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie und die umfangreichen Hilfsmaßnahmen zu ihrer Eindämmung dominierten das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten im Frühjahr und Sommer 2020. Die Einschätzung der Marktteilnehmer über die globale Wirtschaftsentwicklung war eng verknüpft mit den jeweils aktuellen Infektionszahlen und medizinischen Forschungsergebnissen sowie Berichten über Eindämmungsmaßnahmen. Die Unsicherheit blieb über den gesamten Zeitraum hoch. Gleichzeitig stabilisierten die geld- und fiskalpolitischen Hilfsmaßnahmen beiderseits des Atlantiks die Erwartungen: Unter dem Eindruck einer niedrigeren Inflationsprognose kündigte der EZB-Rat Anfang Juni unter anderem an, das Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) um zusätzliche Nettokäufe in Höhe von 600 Mrd € aufzustocken. Darüber hinaus einigten sich die EU-Staats- und Regierungschefs Ende Juli auf einen Aufbaufonds zur Bewältigung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie mit einem Volumen von 750 Mrd € (siehe Erläuterungen auf S. 83 ff.). In den USA bekräftigte die Federal Reserve ihren expansiven geldpolitischen Kurs und die Fortsetzung ihrer Programme zur Marktstabilisierung, verzichtete aber auf zusätzliche geldpolitische Maßnahmen. Unter den oben genannten Einflüssen schwankten die Renditen von Staatsanleihen merklich. In verschiedenen Ländern des Euroraums mit angespannten öffentlichen Haushalten gaben sie im Ergebnis deutlich nach. Zudem engten sich die Zinsaufschläge von Unternehmenanleihen zu Benchmark-Anleihen ein. An den Aktienmärkten setzte sich die seit Ende März beobachtete Kurserholung fort, ungeachtet der im Vergleich zu den Vorjahren noch immer erhöhten Unsicherheit über die künftige Aktienmarktentwicklung. Ausschlaggebend für die Kurserholung war, dass der Risikoappetit der Anleger insgesamt wieder zunahm. An den De-

visenmärkten kam es erneut zu markanten Kursverschiebungen zwischen einzelnen Währungen, die zum Teil den jeweils unterschiedlichen Verlauf des Infektionsgeschehens reflektierten. Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner seit dem Ende des ersten Quartals 2020 auf.

### ■ Wechselkurse

Vor allem gegenüber dem US-Dollar verbuchte der Euro per saldo Kursgewinne. Zuvor hatte die globale Ausbreitung der Corona-Pandemie, über einen massiven Anstieg der globalen Risikoaversion, vor allem Mitte März noch zu einer erhöhten Nachfrage nach US-Dollar und damit einer ausgeprägten US-Dollar-Stärke geführt. Danach drehte sich das Bild allmählich wieder, und ab der zweiten Maihälfte schlug sich die zunehmende Risikofreude an den Märkten sogar in einer sichtbaren US-Dollar-Schwäche nieder. Deutlich sinkende Corona-Neuinfektionen im Euroraum sowie der gemeinsame Vorschlag Deutschlands und Frankreichs über ein groß angelegtes EU-Hilfspaket stützten den Euro zusätzlich. Der EZB-Ratsbeschluss von Anfang Juni, die Anleiheankäufe unter dem PEPP auszuweiten, führte in erster Linie dazu, dass sich die Spreads zwischen deutschen sowie italienischen und griechischen Anleihen einengten. An den Devisenmärkten wurden die geldpolitischen Maßnahmen als eine Absicherung dagegen bewertet, dass die wirtschaftlichen Konsequenzen der Corona-Krise in adverse Extremszenarien münden, sodass der Euro letztlich profitierte. Wenig später notierte er vor der Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve bei 1,14 US-\$.

*Euro mit erheblichen Kursgewinnen gegenüber US-Dollar ...*

Auf dieser Sitzung wurden dann für die USA ein noch lange anhaltendes Niedrigzinsumfeld sowie ein stark eingetrübter Konjunkturausblick kommuniziert. Die Folgen für den US-Dollar

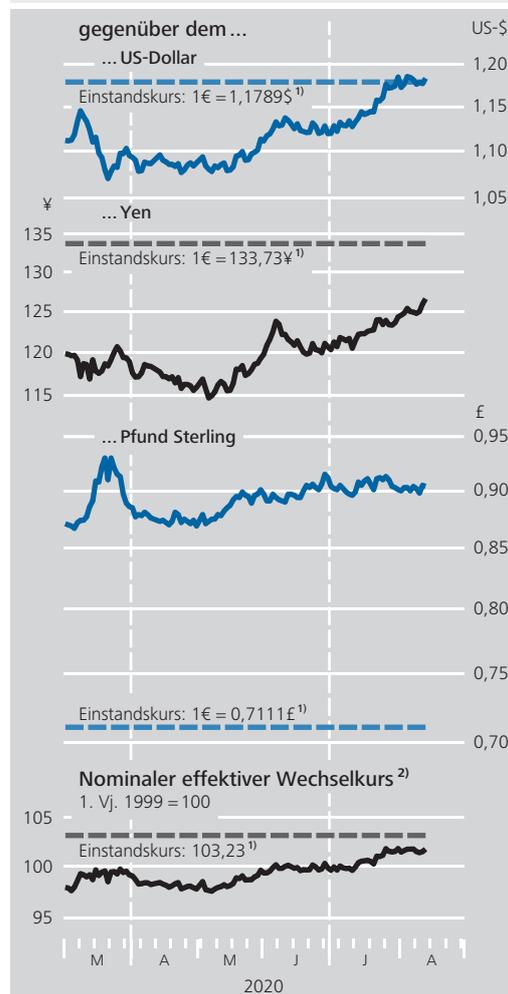
waren gegenläufig: Einerseits drückten fallende US-Renditen die US-Währung, andererseits begünstigte der deutliche Anstieg der Risikoaversion den US-Dollar als „sicheren Hafen“. Letzterer Effekt schien zu überwiegen und wurde durch die global wieder schnellere Ausbreitung des Coronavirus verstärkt. So endete der Abwertungstrend des US-Dollar, und ab Mitte Juni bewegte sich der Euro-US-Dollar-Kurs zunächst seitwärts. Diese Phase erwies sich jedoch rasch als temporär, da auch die Corona-Neuinfektionen in den USA wieder kräftig anstiegen und Mitte Juli ihren bisherigen Höhepunkt erreichten. In vielen Bundesstaaten mussten so geplante Lockerungen der Corona-Lockdown-Maßnahmen ausgesetzt werden. Diese Unsicherheit über die Erholung der US-Wirtschaft machte sich im Juli auch an den Devisenmärkten bemerkbar, sodass der US-Dollar wieder nachgab. In dieser Gemengelage belasteten neue Spannungen zwischen China und den USA sowie schwache Konjunkturdaten den US-Dollar ebenfalls. Dagegen stärkte auf der anderen Seite des Atlantiks die Einigung auf das vorgeschlagene EU-Hilfspaket den Euro. Er erreichte gegenüber dem US-Dollar Anfang August seinen höchsten Stand seit Mitte 2018 und notierte zuletzt bei 1,18 US- $\text{\$}$ , 8,0 % über seinem Stand von Ende März.

... und gegenüber Yen, ...

Die globale Ausbreitungsgeschwindigkeit des Coronavirus spielte über ihren Einfluss auf die Stimmung an den Märkten auch eine bedeutende Rolle in der Entwicklung des Euro-Yen-Kurses. Grundsätzlich lässt sich beobachten, dass der Yen bei einer erhöhten Risikoaversion an den Finanzmärkten in der Tendenz durch Netto-Kapitalzuflüsse gestärkt wird. Umgekehrt ziehen jedoch Investoren bei steigender Risikofreude ihr Geld teilweise wieder aus der japanischen Währung ab. So lässt sich die Yen-Schwäche ab Mitte Mai ähnlich der des US-Dollar anhand der Rückkehr der Risikofreude an den Märkten erklären. Nach der Juni-Sitzung des EZB-Rats erreichte der Euro mit einer Notierung von 124 Yen seinen bis dahin höchsten Stand in 2020. Die leichte Abschwächung des Euro-Yen-Kurses danach stand zwar im Einklang

## Wechselkurs des Euro

Tageswerte, log. Maßstab



Quelle: EZB. **1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999. **2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 19 Ländern. Ein Anstieg der Werte entspricht einer Aufwertung des Euro.  
 Deutsche Bundesbank

mit der wieder zunehmenden Risikoaversion, war jedoch nicht von Dauer: Ansteigende Zahlen von Corona-Neuinfektionen in Japan trübten den Konjunkturausblick für die sich gerade langsam wieder stabilisierende japanische Wirtschaft. Neben der breit angelegten Euro-Stärke in der zweiten Julihälfte sorgte dies dafür, dass der Euro zum Ende der Berichtsperiode mit 127 Yen sogar seinen höchsten Stand seit April 2019 erreichte. Damit gewann er seit Ende des ersten Quartals gegenüber dem Yen 6,5 % an Wert.

Auch gegenüber dem Pfund Sterling verbuchte der Euro ab Mitte Mai Zugewinne. Neben der Stärke des Euro spielte hier vor allem die enttäu-

## Neuberechnung der Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

Möchte man die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Landes mit der eines einzelnen Handelspartners vergleichen, so stellt man die relative Preis- oder Kostenentwicklung der beiden Länder nach Umrechnung über den bilateralen Wechselkurs einander gegenüber. Ein repräsentativeres Bild der preislichen Wettbewerbsfähigkeit eines Landes ergibt sich, wenn man einen entsprechenden gewichteten Durchschnitt gegenüber einer größeren Anzahl von Handelspartnern bildet. Die Bundesbank berechnet und veröffentlicht regelmäßig solche Indikatoren für Deutschland. Sie entsprechen sowohl konzeptionell als auch im Berechnungsverfahren den realen effektiven Wechselkursen, die von der Europäischen Zentralbank für den Euro publiziert werden.<sup>1)</sup> Dabei werden die Gewichte über Handelsverflechtungen<sup>2)</sup> gemessen und turnusmäßig alle drei Jahre angepasst, um aktuellen Entwicklungen im Außenhandel Rechnung zu tragen. Über eine Verkettung der gewichteten Indexreihen wird sichergestellt, dass es bei der Berechnung von effektiven nominalen und realen Wechselkursen zu keinen Sprüngen in den Zeitreihen kommt. Am aktuellen Ende wurde bis zuletzt auf Gewichte basierend auf Daten aus den Jahren 2013 bis 2015 zurückgegriffen. Die neue Gewichtsmatrix ergibt sich dagegen aus Handelsverflechtungen über die Periode von 2016 bis 2018 und gilt rückwirkend ab dem Jahr 2016.

Im Gegensatz zu der alten Gewichtung wird in der Neuberechnung der Gewichte erstmals auch der Dienstleistungshandel berücksichtigt. Dieser hat im Außenhandel nicht nur absolut, sondern auch anteilig am gesamten Güterhandel in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Je nach Land kann dieser Anteil jedoch stark schwanken.<sup>3)</sup> Der grenzüberschreitende Handel mit Dienstleistungen ist wesentlich schwieriger

zu erfassen; daher müssen die Rohdaten stärker aufbereitet werden. So erfassen die gemeldeten bilateralen Ströme hier nur etwa 55 % des tatsächlichen Handels mit Dienstleistungen,<sup>4)</sup> im Gegensatz zu einer fast vollständigen Erfassung des Warenhandels. Die bilaterale Natur von Handelsbeziehungen ermöglicht aber eine verbesserte Abdeckung, indem Ströme, welche nur auf einer Seite erfasst wurden, gespiegelt werden. Wenn also die Dienstleistungsimporte von Land B aus Land A nicht vorliegen, können behelfsweise die Dienstleistungsexporte von Land A nach Land B verwendet werden, falls diese zur Verfügung stehen. So kann die Abdeckung der Dienstleistungsströme nochmals um 24 Prozentpunkte erhöht werden. Über weitere kleinere Anpassungen kommt man auf eine Abdeckung von knapp 87 %. Schließlich werden die letzten noch fehlenden Werte anhand eines Gravitationsmodells geschätzt.<sup>5)</sup>

Es wurde nicht nur die Berechnung der Handelsgewichte um den Dienstleistungshandel ausgeweitet, sondern auch die Zusammensetzung des weiten Länderkreises ange-

1 Das Berechnungsverfahren wird in Schmitz et al. (2012) erläutert.

2 Handelsverflechtungen beziehen nicht nur unmittelbare Handelsströme, sondern auch Konkurrenzbeziehungen auf Drittmarkten (Drittmarkteffekte) mit ein. Während unmittelbare Handelsströme den direkten bilateralen Handel zwischen zwei Ländern betreffen, stellen Drittmarkteffekte darauf ab, dass Länder nicht nur auf den Märkten dieser beiden Länder, sondern weltweit miteinander konkurrieren.

3 Vor allem in Luxemburg, Zypern, Irland und Malta ist der Dienstleistungshandel von großer Bedeutung.

4 Für die Euroraum-Länder ist die Abdeckung wesentlich höher. Jedoch erfordert die Berechnung von Drittmarkteffekten eine vollständige Matrix der Handelsströme aller berücksichtigten Handelspartner.

5 Gravitationsmodelle gehen auf Tinbergen (1962) zurück. Deren Grundidee ist es, dass bilaterale Handelsströme zu einem merklichen Teil auf der Distanz zwischen zwei Ländern und deren jeweiliger Wirtschaftskraft beruhen. Unter der Hinzunahme weiterer erklärender Variablen erreicht das für die Gewichtsmatrix geschätzte Gravitationsmodell eine hohe Erklärungskraft für Dienstleistungshandelsströme.

### Wägungsschema des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem weiten Länderkreis

in ‰

Ländergruppe/Land	Berechnungszeitraum für die Gewichte			
	2013 bis 2015	2013 bis 2015	2016 bis 2018	2016 bis 2018
	Dienstleistungshandel berücksichtigt			
	nein	nein	nein	ja
	Anzahl Länder			
	57	61	61	61
<b>Enger Länderkreis</b>	624,3	618,1	609,5	638,7
Belgien	46,1	45,3	44,6	40,5
Dänemark	11,0	11,6	11,1	12,6
Estland	1,1	1,1	1,2	1,2
Finnland	8,0	7,9	8,2	8,2
Frankreich	80,6	80,5	71,9	74,0
Griechenland	2,6	2,6	2,6	4,2
Irland	10,1	9,8	12,2	16,2
Italien	57,9	56,9	57,6	52,8
Japan	27,0	28,2	27,6	25,6
Kanada	7,5	7,6	7,1	7,3
Lettland	1,0	1,0	1,1	1,0
Litauen	2,1	2,1	2,2	2,2
Luxemburg	3,4	3,1	3,1	8,3
Malta	0,4	0,4	0,4	1,1
Niederlande	67,8	68,3	71,5	70,2
Norwegen	4,7	5,0	4,3	4,8
Österreich	39,2	39,3	39,2	43,0
Portugal	6,7	6,8	7,1	7,0
Schweden	17,9	17,1	17,1	16,7
Schweiz	37,1	36,1	35,1	39,3
Slowakei	14,4	14,3	14,5	12,2
Slowenien	5,2	5,2	5,6	5,0
Spanien	32,2	31,3	33,1	33,7
USA	84,0	81,6	80,0	93,0
Vereinigtes Königreich	56,1	54,6	50,8	57,6
Zypern	0,2	0,3	0,3	0,8
<b>Mittlerer Länderkreis</b>	265,7	264,2	277,2	247,6
Australien	3,8	3,8	3,7	4,2
Bulgarien	2,9	2,9	3,3	3,2
China	117,4	114,8	115,8	98,1
Hongkong, SVR	10,9	11,1	10,4	9,7
Korea, Republik	18,5	17,5	17,5	15,5
Kroatien	1,7	1,8	2,1	2,8
Polen	39,6	40,2	45,2	41,6
Rumänien	11,4	11,5	13,7	12,8
Singapur	6,6	7,0	7,0	8,6
Tschechien	33,2	33,8	37,3	32,4
Ungarn	19,6	19,8	21,1	18,6
<b>Zusätzlich einbezogene Länder des weiten Länderkreises</b>	110,0	117,7	113,3	113,7
Algerien	0,8	0,8	0,7	0,7
Argentinien	1,8	1,8	1,5	1,9
Brasilien	7,2	6,9	5,6	6,1
Chile	1,7	1,5	1,2	1,4
Indien	12,7	11,9	12,0	12,4
Indonesien	3,9	3,9	3,6	3,9
Island	0,3	0,3	0,4	0,5
Israel	3,2	3,2	3,1	3,6
Kolumbien		0,9	0,7	0,9
Malaysia	6,7	6,7	6,7	5,9
Marokko	1,6	1,5	1,7	1,7
Mexiko	9,2	9,0	9,9	9,5
Neuseeland	0,7	0,7	0,7	0,9
Peru		0,6	0,5	0,6
Philippinen	2,6	2,8	2,8	2,8
Russland	16,8	15,6	12,7	12,8
Saudi Arabien		4,2	3,0	2,8
Südafrika	5,7	5,2	5,4	5,8
Taiwan	9,5	9,1	9,9	8,5
Thailand	6,7	6,4	6,6	7,1
Türkei	18,8	17,6	17,2	15,9
Ukraine		2,6	2,5	2,6
Venezuela	0,3			
Vereinigte Arabische Emirate		4,8	5,1	5,5
<b>Insgesamt</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>

### Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft<sup>7)</sup>



passt, welcher bisher 57 Länder umfasste: Einerseits wird Venezuela aufgrund einer problematischen Datenlage nicht weiter berücksichtigt. Andererseits kamen fünf neue Länder hinzu: Kolumbien, Peru, Saudi-Arabien, die Ukraine und die Vereinigten Arabischen Emirate. Damit umfasst der große Länderkreis nun insgesamt 61 Länder, von denen 19 den Euro als Währung haben. Effektive Wechselkurse des Euroraums und Deutschlands werden im Monatsbericht der Bundesbank aber auch weiterhin für den 38 Länder umfassenden mittleren Länderkreis veröffentlicht und für Deutschland zusätzlich noch für einen 27 Länder umfassenden engen Länderkreis.

Die Tabelle auf Seite 53 stellt die Handelsgewichte Deutschlands für vier verschiedene Berechnungen dar: für die bisher verwendete Methode ohne Berücksichtigung des Dienstleistungshandels und den alten Berechnungszeitraum 2013 bis 2015; für die Anpassung dieser Methode auf den erweiterten Länderkreis; für die Fortschreibung der bisherigen Methode auf den neuen Berechnungszeitraum mit Handelszahlen aus den Jahren 2016 bis 2018 und den erweiterten Länderkreis; und für die neue Methode unter Berücksichtigung des Dienstleistungshandels, den erweiterten Länderkreis und den neuen Berechnungszeitraum.

Zuerst ist festzuhalten, dass die Anpassung des weiten Länderkreises keine großen Auswirkungen auf die Gewichtsverteilung hat, da die fünf neuen Länder in diesem Länderkreis nur knapp über 1% der Handelsverflechtungen Deutschlands ausmachen. Die aktuellere Datenlage mit einem Berechnungszeitraum von 2016 bis 2018 statt 2013 bis 2015 beeinflusst die Gewichte einzelner Länder jedoch spürbar. Deutlichere Rückgänge in der Bedeutung für den deutschen Außenhandel sind für Frankreich, die USA, das Vereinigte Königreich oder auch Russland zu erkennen. Dagegen haben mitteleuropäische Länder wie Polen oder Tschechien, aber auch die Niederlande an Bedeutung gewonnen.

Mit Blick auf die Einbeziehung des Dienstleistungshandels ist grundsätzlich festzuhalten, dass dessen Anteil am Außenhandel in nur wenigen Ländern des Euroraums so gering ausfällt wie in Deutschland.<sup>6)</sup> Damit hat die Berücksichtigung des Dienstleistungshandels bei der Berechnung der Handelsgewichte im Fall Deutschlands für viele Handelspartner nur einen vernachlässigbaren Einfluss. Ein spürbarer Anstieg der Gewichte lässt sich vor allem bei bedeutenden Handelspartnern be-

<sup>6)</sup> Dazu gehören vor allem Slowenien, die Slowakei, Italien und Belgien.

obachten, welche stark dienstleistungsorientiert sind (vor allem die USA, aber auch das Vereinigte Königreich oder die Schweiz). Das Gegenteil ist der Fall bei wichtigen Handelspartnern, die stark vom Verarbeitenden Gewerbe abhängen (vor allem China, aber auch Italien oder Belgien).

Die vergleichsweise geringe Bedeutung von Dienstleistungen am deutschen Außenhandel spiegelt sich auch im Einfluss der Neuberechnung der Handelsgewichte auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands wider (auf Basis der Verbraucherpreisindizes, siehe Schaubild auf S. 54). Insgesamt verschlechtert sich diese aktuell um nicht einmal 1 Prozentpunkt gegenüber der alten Berechnung. Hierbei ist der deutlich größere Anteil auf die Zunahme des Dienstleistungshandels zurückzuführen, während die Fortschreibung der Gewichtsmatrizen auf die Periode 2016 bis 2018 eine geringere Rolle spielt. Die Verschlechterung

bedeutet, dass sich in der Tendenz die Gewichte von Ländern, gegenüber denen Deutschland preisliche Wettbewerbsvorteile besitzt, verringerten und umgekehrt die Gewichte von Ländern, gegenüber denen Deutschland preisliche Wettbewerbsnachteile besitzt, erhöhten. Ein beachtlicher Teil der Verschlechterung geht dabei auf die Gewichtung Chinas zurück. Deutschland hat gegenüber China, der Berechnung über die Verbraucherindizes zufolge, deutliche Wettbewerbsvorteile, das Gewicht Chinas ist aber um insgesamt fast 2 Prozentpunkte zurückgegangen. Auch wenn der Gesamteinfluss der Berücksichtigung des Dienstleistungshandels im Fall Deutschlands eher gering ausfällt, kann dies gegenüber einzelnen Handelspartnern, wie beispielsweise China, anders aussehen. Vor allem für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von stark dienstleistungsorientierten Ländern dürfte der Effekt wesentlich größer ausfallen. Dies ist beispielsweise für die USA der Fall.

*... dagegen nur mit moderaten Kursgewinnen gegenüber Pfund Sterling*

schende Verhandlungsrunde zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich über die zukünftigen Handelsbeziehungen eine Rolle. Im Juni schloss die britische Regierung eine Verlängerung der Übergangsregeln nach dem EU-Austritt des Vereinigten Königreichs über Ende 2020 hinaus endgültig aus. Dies belastete das Pfund ebenso wie Spekulationen über eine Leitzinssenkung durch die Bank von England. Der Juli sah dagegen eine breit angelegte Erholung des Pfundes, angetrieben unter anderem von positiven Konjunkturüberraschungen und einem weiteren Fiskalpaket im Vereinigten Königreich. Aufgrund der parallelen Stärke des Euro notierte dieser aber zuletzt trotzdem noch bei 0,90 Pfund, 2,0 % über seinem Stand von Ende März.

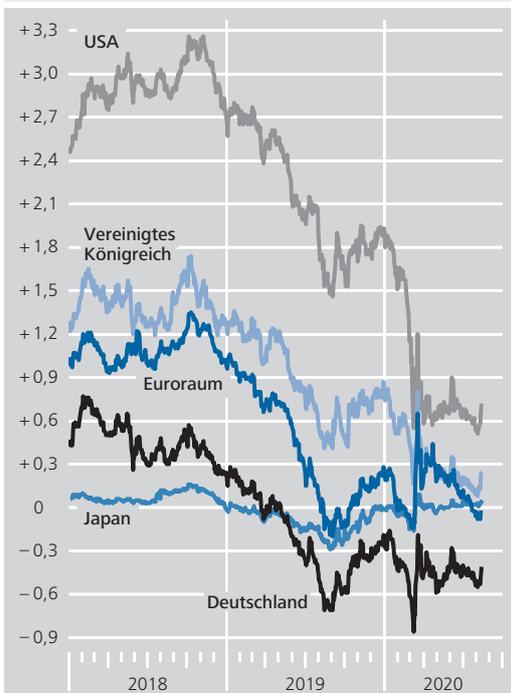
*Euro in effektiver Rechnung mit Zugewinnen*

Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner seit Ende des ersten Quartals 2020 per saldo auf (+ 2,6 %). Neben den bereits genannten drei Währungen ver-

buchte der Euro vor allem auch gegenüber dem Renminbi (+ 5,7 %) Zugewinne: Dieser nahm einen Teil der jüngsten Schwäche des US-Dollar mit, der den Wechselkurs des Renminbi traditionell stark beeinflusst. Verluste dagegen verzeichnete der Euro gegenüber der schwedischen Krone (-7,1 %), der norwegischen Krone (-8,6 %) und dem australischen Dollar (-8,0 %), wobei die letzten beiden Währungen vor allem von der Erholung der Rohstoffpreise profitierten. Außerhalb des Kreises von 19 Partnerwährungen stechen die Zugewinne des Euro gegenüber der türkischen Lira (+ 20,4 %) hervor. Nicht nur die Corona-Pandemie setzte der türkischen Währung zu. Hinzu kamen eine bereits länger anhaltende sehr expansive geldpolitische Ausrichtung, ein stark steigendes Kreditvolumen sowie makrofinanzielle Risiken. Im Ergebnis notierte der Euro zuletzt gegenüber der Lira auf einem Allzeithoch.

### Anleiherenditen\*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



Quelle: Bloomberg. \* Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren.  
 Deutsche Bundesbank

Diese Unsicherheit wirkte sich vor allem auf die Terminprämie der US-Staatsanleihen aus, die im Berichtszeitraum stark schwankte. Die Terminprämie blieb über den Berichtszeitraum negativ, das heißt, Anleger erhalten im Moment im Erwartungswert dann eine höhere Rendite, wenn sie – statt einer längeren Anlage – kurz laufende Papiere fortwährend überwälzen. Hierin drückte sich die Sorge aus, dass die kurzfristigen Zinsen infolge der Pandemie künftig unerwartet niedrig sein könnten. Zudem schlug die US-Notenbank in ihrer geldpolitischen Sitzung Ende Juli pessimistischere Töne an; sie geht davon aus, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zögerlicher in Gang komme als zuvor erwartet. Die Federal Reserve bestätigte ferner, dass sie bereitstehe, das Finanzsystem zu stabilisieren und geldpolitisch – wenn nötig – weiter zu akkommodieren.

Auch die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen schwankte seit Ende März recht deutlich, und zwar in einem Band zwischen –0,6% bis –0,3%. Zuletzt lag sie mit –0,4% 6 Basispunkte über ihrem Stand von Ende März. Im Berichtszeitraum trugen die EZB-Ratsbeschlüsse zu einem vorübergehenden Zinsrückgang bei. So sank die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen am Tag der geldpolitischen EZB-Ratssitzung am 30. April um 10 Basispunkte. In die Gegenrichtung wirkte unter anderem, dass die Finanzagentur im Frühjahr ein Rekordvolumen an Bundesschuldtiteln emittierte (siehe auch S. 90). Insgesamt überstieg das Netto-Emissionsvolumen der öffentlichen Hand in Deutschland in Höhe von 112½ Mrd € im zweiten Vierteljahr 2020 – soweit liegen Zahlen aus der Emissionsstatistik vor – deutlich die Ankaufsumme des Eurosystems in Höhe von 74½ Mrd € im gleichen Zeitraum. Damit nahm das aggregierte Zinsänderungsrisiko (Durationrisiko), das von den privaten Marktteilnehmern in ihre Bilanz genommen wurde, deutlich zu. Üblicherweise gehen höhere Durationrisiken in den Bilanzen privater Marktteilnehmer mit steigenden Renditen einher. Die Knappheitsprämie von Bundesanleihen – die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen Bundestiteln und einem EONIA-

*Rendite zehnjähriger Bundesanleihen im Ergebnis etwas höher*

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

### Rentenmarkt

*Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen leicht gestiegen*

Die Zinsen von Staatsanleihen in den großen Währungsräumen schwankten im Berichtszeitraum recht deutlich. Dies gilt auch für die USA. Im Ergebnis stiegen dort die Renditen zehnjähriger US-Treasuries leicht um 5 Basispunkte auf 0,7%. In den ausgeprägten Bewegungen der Renditen zeigte sich die große Unsicherheit der Marktteilnehmer über den weiteren Verlauf der Konjunktur, der seinerseits maßgeblich vom Infektionsgeschehen und den ergriffenen Politikmaßnahmen abhängt. Zudem belastete eine neuerliche Verschärfung des Handelskonflikts der USA mit China die Marktstimmung. Zuletzt verbreitete sich aber angesichts positiv interpretierter Konjunkturzahlen Optimismus.

Swap mit gleicher Laufzeit – gab mit den hohen Emissionen gegenüber ihrem Jahreshöchststand im März auf weniger als 20 Basispunkte nach. Der Zinsabstand zu laufzeitgleichen US-Treasuries, der im ersten Quartal stark gesunken war, nahm nur temporär um den EZB-Ratsbeschluss von Ende April zu; er lag zuletzt bei 113 Basispunkten und damit knapp unterhalb des Niveaus von Ende März.

*Zinsstrukturkurve von Bundestiteln etwas flacher*

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve verflachte sich gegenüber Ende März im Ergebnis etwas. Dabei waren die Renditen über das gesamte Laufzeitpektrum hinweg negativ. Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen und zweijährigen Laufzeiten lag mit 21 Basispunkten zuletzt geringfügig (–2 Basispunkte) unter seinem Wert von Ende März und damit auf sehr geringem Niveau. Nur 2008 war er kurzzeitig noch niedriger gewesen. Vor allem die Terminprämie, die im Berichtszeitraum weiter absank, war für diese Entwicklung ausschlaggebend.

*Renditeaufschläge von EWU-Staatsanleihen gesunken*

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) ermäßigte sich seit Ende März um 32 Basispunkte auf 63 Basispunkte. Besonders stark waren die Renditerückgänge für Staaten mit angespannten öffentlichen Haushalten, deren Renditeaufschläge sich – nach vorangegangenem Anstieg im März – vergleichsweise stark einengten. Hierzu trugen die oben genannten geldpolitischen Entscheidungen und die auf EU-Ratsebene beschlossenen Hilfsmaßnahmen bei. So sanken unmittelbar nach Bekanntgabe der EZB-Ratsbeschlüsse am 4. Juni die Renditen italienischer Anleihen um 13 Basispunkte, während die Renditen deutscher Anleihen um 3 Basispunkte stiegen. Aus Marktsicht reduzierten ebenfalls die Beschlüsse des EU-Gipfels, die hohe Transferzahlungen und Kredite zu günstigen Finanzierungsbedingungen beinhalten, die Spreads. So sank der Zinsabstand italienischer zehnjähriger Staatsanleihen zu laufzeitgleichen Bundesanleihen in der Zeit um den Gipfel um circa 20

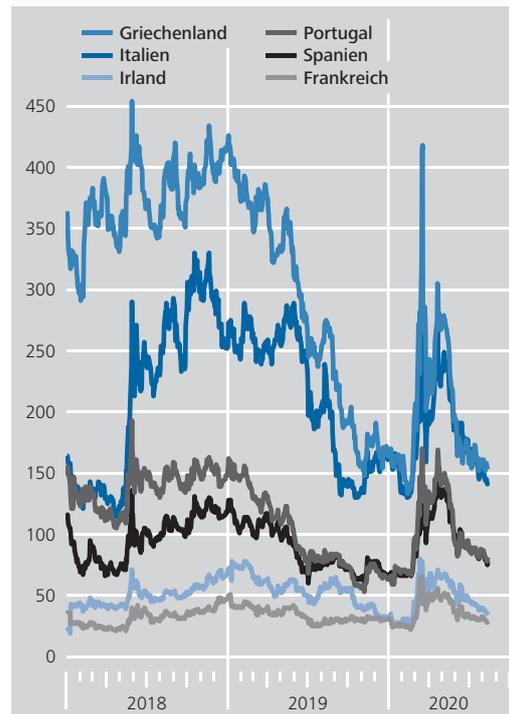
### Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt<sup>\*)</sup>



\* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren. 1 Gültig seit 18. September 2019.  
 Deutsche Bundesbank

### Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

Basispunkte. Italien erhält nach den Gipfelbeschlüssen die größten Zahlungen. Gleichwohl lagen die Kreditausfallprämien dieser Länder zuletzt noch immer oberhalb ihrer Niveaus von vor der Pandemie.

*Renditen im  
Vereinigten  
Königreich  
gesunken*

Die Renditen zehnjähriger Anleihen des Vereinigten Königreichs sanken im Berichtszeitraum per saldo um 12 Basispunkte auf 0,2%. Dahinter stand, dass die Bank von England ihren geldpolitischen Kurs weiter lockerte und beschloss, ihre Wertpapierkäufe auszuweiten. Den Leitzins beließ sie auf dem historischen Tief von 0,1%.

*Japanische  
Staatsanleihen  
rentieren  
unverändert*

Zehnjährige japanische Staatsanleihen rentieren mit 0,0% in etwa auf dem Stand von Ende März und damit weiterhin innerhalb des Bandes, in dem die Bank von Japan nach Einschätzung der Marktteilnehmer die Zinsen halten möchte. Konjunkturelle Einschätzungen der Marktteilnehmer, die auch in Japan zurzeit in ständigem Fluss sind, wirkten sich so gut wie nicht auf die japanischen Renditen aus.

*Marktbasierte  
Termininflations-  
rate im Euro-  
raum erkennbar  
gestiegen*

Die aus Inflationsswaps abgeleiteten Termininflationsraten im Euroraum für einen Zeitraum von fünf Jahren, der in fünf Jahren beginnt, notierten zuletzt bei knapp 1,3% und damit 30 Basispunkte über dem Wert von Ende März. Die Termininflationsraten lagen damit wieder in der Nähe des Niveaus von vor der Pandemie. Zeitweise hatte dieser Indikator im Berichtszeitraum bei weniger als 1% gelegen. Vor allem Liquiditätsprämien, die durch Arbitragebeziehungen auch auf den Swapmarkt ausstrahlen können, dürften in der angespannten Finanzmarktsituation zu Beginn der Pandemie diesen niedrigen Wert verursacht haben. Ein oft verwendetes Liquiditätsmaß ist der Renditeabstand zwischen Anleihen des Bundes und Anleihen der bundeseigenen Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), da die Bonität der Anleihen gleich gut ist. Gemessen an diesem Indikator ging die Liquiditätsprämie seit Ende März um 24 Basispunkte zurück. Neben der Liquiditätsprämie dürfte – wie in der Vergangenheit häufig zu beobachten war – der steigende Rohölpreis die markt-basierte Termininflationsrate erhöht haben. Die aus Inflationsoptionen ermittelte risikoneutrale Dichtefunktion für die fünfjährigen Inflationserwartungen im Euroraum zeigte, dass die Deflationswahrscheinlichkeit gegenüber Ende März deutlich auf 6% sank. Die risikoneutrale

Wahrscheinlichkeit für Inflationsraten unterhalb von 1% reduzierte sich im Berichtszeitraum von 94% auf 65%. Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien zeichneten maßgeblich verantwortlich für den Abstand marktbasierter Inflationserwartungen zu den Erwartungen aus Umfragen. Die umfragebasierten Inflationserwartungen für den Horizont von 6 bis 10 Jahren (Consensus Forecast), die einmal im Quartal erhoben werden, lagen im Juli mit 1,9% geringfügig über dem Aprilwert (+ 5 Basispunkte). Zudem ergaben eigene Untersuchungen, dass Inflationsüberraschungen im Berichtszeitraum ohne Einfluss auf die (markt-basierte) Termininflationsrate blieben. Die Inflationserwartungen gelten nach dieser Methodik als verankert, das heißt, die Marktteilnehmer sehen keinen Grund dafür, ihre Inflationserwartungen wegen der aktuell niedrigen tatsächlichen Inflationsrate zu revidieren.

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen sanken im Berichtszeitraum deutlich. Zuvor waren sie zu Beginn der Corona-Pandemie bis Ende März rapide angestiegen. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Berichtsschluss mit 1,4% um 152 Basispunkte niedriger als Ende März. Die Renditen entsprechender Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors gaben um 117 Basispunkte auf 0,9% nach. Die gesunkenen Renditen waren im Ergebnis insbesondere auf niedrigere Ausfallrisiken angesichts der geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen sowie der sich abzeichnenden wirtschaftlichen Erholung zurückzuführen. Dies zeigte sich auch in den rückläufigen CDS-Prämien. Besonders stark verringerten sich die Anleiherenditen von Unternehmen mit schwächerer Bonität; im Segment für hochverzinsliche Papiere sanken die Anleiherenditen seit Ende März um 289 Basispunkte auf 4,1%.

*Renditen von  
Unternehmens-  
anleihen merk-  
lich gesunken*

Aufgrund der im Berichtszeitraum insgesamt leicht steigenden sicheren Zinsen nahmen die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen gegenüber Bundesanleihen etwas stärker ab als

*Rendite-  
aufschläge von  
Unternehmens-  
anleihen rück-  
läufig*

die Renditen von Unternehmensanleihen. Aktuell liegen die Renditeaufschläge bei Anleihen der Ratingklasse BBB damit wieder unter ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln. Gemessen an den anhaltenden fundamentalen Konjunkturrisiken sind die Spreads als vergleichsweise niedrig einzustufen. Dies ist vermutlich auf die beschlossenen geld- und fiskalpolitischen Hilfsmaßnahmen zurückzuführen, welche einen Teil der Risiken des Privatsektors abfedern. So gewährte beispielsweise der EZB-Rat im April 2020 einen Bestandsschutz bei Rating-Herabstufungen für marktfähige Sicherheiten, die bei Krediten des Eurosystems hinterlegt werden können. Angesichts der merklich verbesserten Finanzierungsbedingungen bei zugleich erhöhtem Liquiditätsbedarf stieg das Emissionsvolumen von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum deutlich an. Der Großteil der Neuemissionen entfiel dabei auf Anleihen im Investment-Grade-Bereich, insbesondere mit Ratingklasse BBB.

Hoher Nettoabsatz am Rentenmarkt

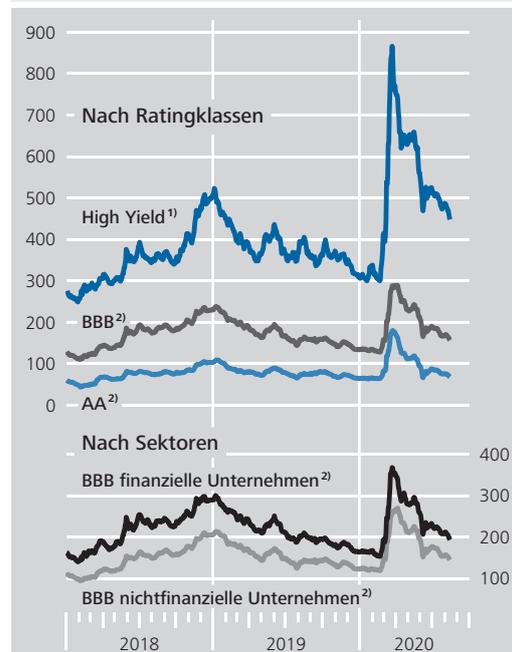
Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt erreichte im zweiten Quartal 2020 mit 518½ Mrd € einen neuen Höchststand. Es übertraf damit noch einmal erheblich den bereits hohen Betrag des ersten Vierteljahres (394 Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurde mit 158 Mrd € auch in der Nettobetrachtung deutlich mehr emittiert als im bereits starken Vorquartal (67 Mrd €). Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 25½ Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis das Rekordvolumen von 183½ Mrd €.

Rekordemissionen der öffentlichen Hand

Die öffentliche Hand begab im Berichtsquartal eigene Schuldverschreibungen für netto 112½ Mrd €. Dieses zuvor nicht erreichte Volumen ist vor allem auf den erhöhten Finanzierungsbedarf des Staates aufgrund der Covid-19-Pandemie zurückzuführen. Der Bund begab vor allem unverzinsliche Bubills (56½ Mrd €), daneben aber auch Bundesanleihen mit einer Laufzeit von zehn und 30 Jahren (13 Mrd € bzw. 12 Mrd €)

### Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum<sup>\*)</sup>

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. \* Im Vergleich zu Bundeswertpapieren mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit. 1 Merrill-Lynch-Index über alle Laufzeiten. 2 Jeweils iBoxx-Indizes mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit.  
 Deutsche Bundesbank

sowie erstmalig Anleihen mit Laufzeiten von 15 und sieben Jahren (9½ Mrd € bzw. 2½ Mrd €). Die Länder und Gemeinden emittierten Schuldverschreibungen für netto 23½ Mrd €.

Inländische Unternehmen platzierten im zweiten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo 38 Mrd € (Vorquartal: 6½ Mrd €). Sie nutzten dabei den verbesserten Marktzugang und die deutlich günstigeren Finanzierungsbedingungen. Die hohe Emissionstätigkeit ging vor allem darauf zurück, dass viele Unternehmen in einem Umfeld hoher Unsicherheit und einbrechender Umsätze, sich Liquidität sichern wollten. Eine Rolle dürfte zudem gespielt haben, dass der EZB-Rat Ende April beschloss, das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) auf Commercial Paper von nichtfinanziellen Unternehmen auszuweiten und die Anforderungen an die notenbankfähigen Sicherheiten herabzusetzen.

Ebenfalls hohe Nettoemissionen von Unternehmensanleihen

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2019	2020	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	24,9	28,7	116,4
Kreditinstitute	5,8	30,3	24,5
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	7,7	19,3	8,5
Deutsche Bundesbank	3,6	11,9	78,6
Übrige Sektoren	15,5	- 13,5	13,3
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	5,6	- 10,1	- 2,3
Ausländer	13,8	56,1	67,2
<b>Aktien</b>			
Inländer	13,6	13,6	30,0
Kreditinstitute	0,5	- 8,7	1,6
darunter:			
inländische Aktien	0,4	- 4,5	1,7
Nichtbanken	13,1	22,2	28,4
darunter:			
inländische Aktien	2,9	12,2	13,3
Ausländer	- 1,6	- 5,9	- 9,0
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	12,8	33,4	1,2
Anlage in Publikumsfonds	4,7	- 1,2	7,5
darunter:			
Aktienfonds	- 0,6	- 5,8	4,8

Deutsche Bundesbank

### Aktienmarkt

Tageswerte, Anfang 2018 = 100, log. Maßstab



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

Die inländischen Kreditinstitute erhöhten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um netto 7 ½ Mrd €. Dabei wurden im Ergebnis ausschließlich Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute begeben (12 ½ Mrd €), während Sonstige Bankschuldverschreibungen und Hypothekendarlehen netto getilgt wurden (4 Mrd € bzw. 1 ½ Mrd €).

*Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute leicht gestiegen*

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt trat im zweiten Quartal 2020 vor allem die Bundesbank in Erscheinung. Sie erwarb – hauptsächlich im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems – Rentenwerte für netto 78 ½ Mrd €. Ausländische Anleger nahmen deutsche Schuldverschreibungen für per saldo 67 Mrd € in ihr Portfolio. Dabei investierten sie überwiegend in Titel öffentlicher Emittenten. Dieser ungewöhnlich hohe Absatz von deutschen Schuldverschreibungen ins Ausland war auf die lebhaftere Emissionstätigkeit der öffentlichen Hand zurückzuführen, die einen Großteil der Neuemissionen über gewachsene Investorenstrukturen im Ausland unterbringen konnte. Heimische Kreditinstitute nahmen Schuldverschreibungen für 24 ½ Mrd € ins Portfolio, wobei sie im Ergebnis überwiegend inländische Werte erwarben. Inländische Nichtbanken kauften Schuldverschreibungen für per saldo 13 ½ Mrd €; dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um ausländische Werte.

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

### Aktienmarkt

Die weltweiten Aktienindizes verzeichneten im Berichtszeitraum deutliche Kursgewinne. Die Kurserholung begann Anfang April und setzte sich fast bis zum Ende des Berichtszeitraums fort. Hierzu trugen nicht zuletzt die erwähnten geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen sowie ein wieder steigender Risikoappetit bei. Die Aktienkurse profitierten aber auch von einigen überraschend positiven Konjunkturdaten, nachdem mehrere von der Pandemie stark betroffene Länder einschränkende Vorschriften zum Schutz der Bevölkerung vor Ansteckung gelockert hatten.

*Aktienkurse weltweit deutlich gestiegen*

*Deutlicher Teil  
 der Corona-  
 Kursverluste  
 wettgemacht*

Im Ergebnis legte der US-amerikanische S&P500 seit Ende März um 30,5 % zu. Der Anstieg des japanischen Nikkei 225 fiel etwas schwächer aus (+22,9 %). Auch die kontinentaleuropäischen Börsen notierten deutlich im Plus: So lag der europäische Euro-Stoxx-Index um 21 % höher; der Anstieg des deutschen CDAX fiel mit 28,5 % noch stärker aus.<sup>1)</sup> An den internationalen Aktienmärkten wurde damit ein bedeutender Teil der durch die Corona-Pandemie im Februar und März verursachten Kursverluste wieder wettgemacht. Im Vergleich zum Beginn der Corona-Krise<sup>2)</sup> lag der Euro-Stoxx-Index zuletzt 12,1 % niedriger, der US-amerikanische S&P500 erreichte sein Vorkrisenniveau. Damit notierte der S&P500 recht nahe seines – unmittelbar vor Beginn der Krise erzielten – historischen Höchststandes. Zum gleichen Zeitpunkt während der Finanzkrise 2008/2009 waren beiderseits des Atlantiks noch deutliche Kursverluste zu beobachten (Euro-Stoxx: –43,2 %, S&P500: –43,3 %), und die Kurs-erholung setzte erst später ein.

*Kursgewinne  
 uneinheitlich  
 zwischen Sekto-  
 ren, Banken  
 unterdurch-  
 schnittlich*

Besonders markant war die jüngste Kurserholung in den Sektoren „Technologie“ und „Automobile“ (+32,9 % und +32,8 %). Auch die Aktienkurse europäischer Industrieunternehmen<sup>3)</sup> stiegen mit 30,7 % überdurchschnittlich. Die Aktienkurse von Unternehmen, deren Geschäftsfelder durch die Corona-Pandemie besonders betroffen sind – beispielsweise Unternehmen in der Kategorie Reise und Freizeit wie etwa Fluggesellschaften und Hotels – konnten sich von ihren massiven Kursverlusten aus dem Vorquartal ebenfalls erholen (+29,8 %). Finanztitel entwickelten sich dagegen unterdurchschnittlich. Beiderseits des Atlantiks wurden höhere Kreditausfallraten erwartet, die perspektivisch die Bilanzen der Banken belasten könnten. Wegen der anhaltend flachen Zinsstrukturkurve stehen zudem die Gewinnerwartungen des Bankensektors aus der Fristentransformation unter Druck.

Treibender Faktor für die Kursgewinne am Aktienmarkt war, dass die Marktteilnehmer die von ihnen geforderten Risikoprämien zu-

### Vergleich der Aktienkurse während der Corona- und der Finanzkrise

Krisenstart = 100<sup>1)</sup>, log. Maßstab



Quelle: Refinitiv Datastream. **1** Wahl der Startpunkte: Finanzkrise: Insolvenz von Lehman Brothers am 15. September 2008; Corona: Ausbruch der Pandemie in Europa: 20. Februar 2020.

Deutsche Bundesbank

letzt reduzierten, trotz noch immer erhöhter Kursunsicherheit.<sup>4)</sup> Zwar nahmen sie auch ihre Gewinnerwartungen zum Teil deutlich zurück, was im Rahmen eines Dividendenbarwertmodells tendenziell mit fallenden Aktienkursen einhergeht. Allerdings stabilisierten sich die Gewinnerwartungen angesichts jüngster Konjunkturdaten zuletzt auf niedrigem Niveau. Aus Sicht des Modells wurden die niedrigeren Gewinnerwartungen sowohl für den S&P500 als auch für den Euro-Stoxx-Index durch die gesunkenen Risikoprämien überkompensiert. Teilweise stützten niedrigere sichere Zinsen die Aktienkurse. Im Ergebnis lagen die impliziten Eigenkapitalkosten und die Gewinnrenditen beiderseits des Atlan-

*Hohes Bewertungs-niveau aufgrund sinkender Risikoprämien und niedrigerer sicherer Zinsen*

**1** Die Kurseinbußen der Wirecard AG nach dem Insolvenzantrag von über 95 % drückten den Gesamtindex für sich betrachtet um lediglich ca. 1 Prozentpunkt.

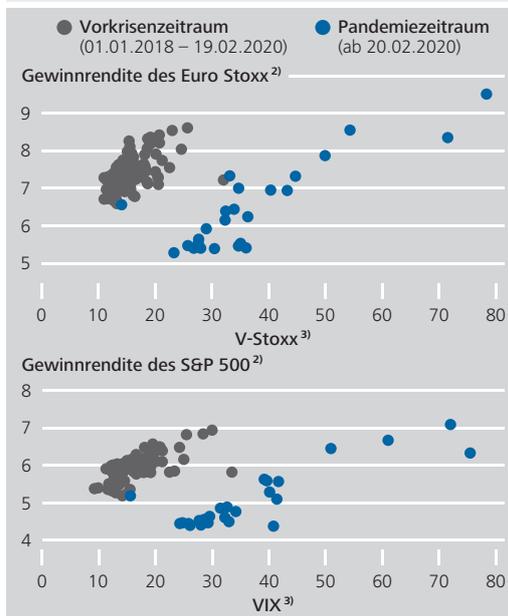
**2** Als Startpunkt der Krise wird hier der Ausbruch der Corona-Pandemie in Europa (v.a. Italien) am 20. Februar 2020 bezeichnet.

**3** Zu dem Sub-Index „Euro-Stoxx-Industrials“ rechnen bspw. Transportunternehmen, Baustoffunternehmen oder gemischte Industriekonzerne.

**4** Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – sank im Berichtszeitraum zwar, nachdem sie Ende März sprunghaft angestiegen war. Zuletzt lag sie beiderseits des Atlantiks aufgrund der oben erwähnten Sorgen allerdings auf weiterhin erhöhtem Niveau und deutlich über ihren jeweiligen fünfjährigen Durchschnitt. Zudem erreichte der Goldpreis je Feinunze Anfang August ein neues Allzeithoch, was als weiteres Indiz für eine fortwährende Verunsicherung der Marktteilnehmer interpretiert werden kann

### Gewinnrendite und Volatilität am Aktienmarkt

Wochenwerte donnerstags<sup>1)</sup>



Quellen: I/B/E/S, Refinitiv Datastream und eigene Berechnungen. **1** Umfragestichtag und Veröffentlichung der Gewinnerwartungen durch I/B/E/S. **2** Inverses Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis von Gewinnerwartungen auf Jahresfrist. **3** Implizite Volatilität, berechnet aus Preisen von Indexoptionen mit einer Laufzeit von 30 Tagen.

Deutsche Bundesbank

tiks in der Nähe langjähriger Tiefstände, so dass eine vergleichsweise hohe Bewertung der Aktienmärkte resultierte.

*Mittelaufnahme am Aktienmarkt*

Am heimischen Aktienmarkt emittierten inländische Unternehmen im zweiten Vierteljahr 2020 neue Aktien für per saldo 6 Mrd € und damit etwas mehr als in den ersten drei Monaten des Jahres (2 Mrd €). Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum um 15 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis nahezu ausschließlich von heimischen Nichtbanken (28½ Mrd €). Inländische Kreditinstitute erwarben Dividendenpapiere für netto 1½ Mrd €, während ausländische Investoren ihre Aktienbestände in Deutschland per saldo um 9 Mrd € verringerten.

## Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen recht schwachen Mittelzufluss in Höhe von 8½ Mrd €, nach einem überdurchschnittlich starken Aufkommen von 32 Mrd € im ersten Quartal. Die neuen Mittel kamen weit überwiegend den Publikumsfonds zugute (7½ Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (9½ Mrd €) und Offene Immobilienfonds (3 Mrd €) neue Anteile unterbringen. Demgegenüber nahmen Dachfonds und Aktienfonds Anteile zurück (4 Mrd € bzw. 1 Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im zweiten Quartal 2020 im Ergebnis neue Mittel für 14½ Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 25½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich im Ergebnis leicht überwiegend ausländische Papiere. Gebietsfremde Investoren vergrößerten ihr Fondsportfolio nur marginal, während inländische Kreditinstitute sich von Investmentanteilen im Umfang von 2½ Mrd € trennten.

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*

## ■ Direktinvestitionen

Durch die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr ergaben sich im zweiten Quartal 2020 Netto-Kapitalexporte von ½ Mrd €. Bei den Direktinvestitionen kam es per saldo ebenfalls zu Mittelabflüssen, und zwar in Höhe von 3½ Mrd €. Auffallend war eine rückläufige konzerninterne Kreditvergabe der Unternehmen angesichts der Corona-Pandemie, die aber in beide Richtungen durch zusätzliches Beteiligungskapital mehr als kompensiert wurde.

*Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen*

In Deutschland ansässige Unternehmen erhöhten ihre Direktinvestitionen im Ausland im zweiten Quartal um 5½ Mrd € (nach einer Ausweitung um 51½ Mrd € in den ersten drei Monaten 2020). Sie stockten ihr Beteiligungskapital um 23½ Mrd € auf. Die Vergabe neuer Kredite an verbundene Unternehmen blieb hingegen

*Kapitalabflüsse bei deutschen Direktinvestitionen im Ausland*

um 18 Mrd € hinter den Tilgungen zurück, vermutlich um die eigene Liquidität zu schonen. Betroffen waren sowohl Finanz- als auch Handelskredite. Deutsche Unternehmen investieren in einer Vielzahl von Ländern und Regionen weltweit. Im zweiten Quartal 2020 engagierten sie sich mit vergleichsweise hohen Beträgen in den Niederlanden (21½ Mrd €) und in Frankreich (3½ Mrd €). Deutliche Mittelrückflüsse gab es hingegen aus den USA (10 Mrd €), dem Vereinigten Königreich (6 Mrd €) sowie Irland (3½ Mrd €).

*Kapitalzuflüsse bei ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland*

Ausländische Unternehmen erhöhten ihre Direktinvestitionsmittel in Deutschland in den Monaten April bis Juni per saldo um 2 Mrd €; im ersten Quartal 2020 hatten sie 30 Mrd € in Deutschland investiert. Sie stockten ihr Beteiligungskapital in Deutschland um 5½ Mrd € auf, wobei auch reinvestierte Gewinne eine Rolle spielten. Bei der Kreditvergabe an verbundene Unternehmen in Deutschland überwogen hingegen die Tilgungen bestehender Kredite die Neuvergabe von Krediten um 3½ Mrd €. Hier zeichnete die Entwicklung der Handelskredite den Einbruch des internationalen Warenhandels nach. Dagegen gewährten ausländische Firmen, wenn auch in geringem Umfang, zusätzliche Finanzkredite. Dahinter standen in erster Linie Kredite von im Ausland angesiedelten Niederlassungen an ihre hiesigen Muttergesellschaften („reverse investments“). Typischerweise leiten spezielle Finanzierungsgesellschaften auf diesem Wege Erlöse aus der Emission von Wertpapieren weiter. Zusätzliche Direktinvestitionen kamen vor allem aus den Niederlanden (10½ Mrd €), Frankreich (3 Mrd €) und den USA (2½ Mrd €). In das Vereinigte Königreich (3 Mrd €) sowie nach Malta und Belgien (jeweils 2½ Mrd €) waren die größten Abflüsse zu verzeichnen.

**Wichtige Posten der Zahlungsbilanz**

Mrd €

Position	2019	2020	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj. <sup>p)</sup>
I. Leistungsbilanz	+ 53,4	+ 65,4	+ 38,5
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 53,0	+ 53,6	+ 29,7
2. Dienstleistungen <sup>2)</sup>	- 4,0	- 1,1	+ 3,5
3. Primäreinkommen	+ 10,7	+ 27,0	+ 14,8
4. Sekundäreinkommen	- 6,2	- 14,0	- 9,5
II. Vermögensänderungsbilanz	- 0,4	- 0,5	+ 0,3
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 42,6	+ 33,9	+ 41,9
1. Direktinvestition	+ 6,3	+ 21,6	+ 3,3
Inländische Anlagen im Ausland	+ 29,6	+ 51,7	+ 5,5
Ausländische Anlagen im Inland	+ 23,3	+ 30,1	+ 2,2
2. Wertpapieranlagen	+ 17,1	- 40,5	+ 0,3
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 28,1	+ 8,7	+ 58,8
Aktien <sup>3)</sup>	+ 3,6	+ 5,0	+ 18,9
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 7,8	- 14,2	+ 14,3
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 2,1	- 4,7	+ 0,7
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	- 0,9	+ 2,1	+ 2,0
langfristige Schuldverschreibungen <sup>6)</sup>	+ 17,6	+ 15,8	+ 23,6
darunter:			
denominiert in Euro <sup>7)</sup>	+ 14,3	+ 12,1	+ 17,9
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 11,0	+ 49,2	+ 58,4
Aktien <sup>3)</sup>	- 1,6	- 6,1	- 9,0
Investmentfondsanteile	- 1,2	- 0,8	+ 0,2
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	- 6,4	+ 26,9	+ 33,1
langfristige Schuldverschreibungen <sup>6)</sup>	+ 20,2	+ 29,3	+ 34,2
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	+ 1,0	+ 1,7	+ 21,0
3. Finanzderivate <sup>9)</sup>	+ 11,1	+ 32,1	+ 31,5
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>10)</sup>	+ 7,7	+ 20,6	+ 6,5
Monetäre Finanzinstitute <sup>11)</sup>	- 0,4	- 77,6	- 45,2
Unternehmen und Privatpersonen <sup>12)</sup>	+ 0,4	- 1,7	- 7,0
Staat	+ 0,1	+ 0,9	- 0,3
Bundesbank	+ 7,5	+ 99,0	+ 59,1
5. Währungsreserven	+ 0,4	+ 0,1	+ 0,2
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>13)</sup>	- 10,4	- 31,0	+ 3,2

1 Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. 2 Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. 3 Einschl. Genußscheine. 4 Einschl. reinvestierter Erträge. 5 Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit von unter einem Jahr. 6 Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. 7 Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. 8 Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. 9 Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktienoptionen. 10 Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. 11 Ohne Bundesbank. 12 Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. 13 Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

## ■ Literaturverzeichnis

Schmitz, M., M. De Clercq, M. Fidora, B. Lauro und C. Pinheiro (2012), Revisiting the Effective Exchange Rates of the Euro, ECB Occasional Paper Series, No. 134.

Tinbergen, J. (1962), *Shaping the World Economy: Suggestions for an International Economic Policy*, Twentieth Century Fund, New York.